



ERNEST PYTLARCYK           TEL. 829 0166  
MARCIN MAZUREK           TEL. 829 0183  
RADOSŁAW CHOLEWIŃSKI   TEL. 829 1207  
WOJCIECH TRZEPIZUR      TEL. 829 0188  
E-MAIL: [research@brebank.com.pl](mailto:research@brebank.com.pl)

STRON: 5

**Daily Letter**

**czwartek, 21 lutego 2008**

## Makroekonomia

### Dziś publikacja „Minutes” Rady Polityki Pieniężnej

*„Minutes” mogą jednak nie prezentować aktualnego rozkładu argumentów.*

O godz. 14.00 opublikowany zostanie skrócony zapis dyskusji ze styczniowego posiedzenia RPP. **Spodziewamy się nagromadzenia argumentów dotyczących oddziaływania spowolnienia w gospodarce amerykańskiej na polskie wskaźniki makro. Drugim istotnym elementem dyskusji były zapewne zagrożenia wzrostem inflacji związane z tzw. efektami drugiej rundy.**

**„Minutes” mogą jednak nie prezentować aktualnego rozkładu argumentów i podziału głosów w RPP.** Ostatnie wypowiedzi członków tego gremium (patrz również sekcja poniżej) wskazują na ponowne przesunięcie zainteresowania Rady w stronę czynników lokalnych (wzrost płac, efekty wzrostu cen kontrolowanych). Wypowiedzi te wskazują również, że Rada może obecnie przykładać mniejszą uwagę do kwestii spowolnienia w USA i sytuacji na rynkach finansowych.

### Owsiak z RPP nie wyklucza podwyżki stóp w lutym

*Owsiak bezpośrednio odniósł się do możliwości wystąpienia efektów drugiej rundy*

Agencje informacyjne opublikowały wczoraj krótki wywiad z prof. Owsiakiem – chyba najmniej aktywnym medialnie członkiem Rady Polityki Pieniężnej. **Prof. Owsiak bardzo optymistycznie ocenia perspektywy wzrostu w polskiej gospodarce – jego zdaniem wzrost PKB w 2008 wyniesie 6% r/r i nie powinna tego zmienić sytuacja w USA, czy Eurolandzie ze względu na większą kontrybucję popytu krajowego do wzrostu.**

**Kluczowym elementem wypowiedzi było jednak stwierdzenie, że „ostatnie skumulowane dane o inflacji i płacach powodują, że obszar swobody decyzji w polityce monetarnej istotnie się zmniejszył. Wydaje się, że wpływ wzrostu cen żywności na CPI nie został tym razem doszacowany, co między innymi podniosło oczekiwania inflacyjne”.** Owsiak bezpośrednio odniósł się do możliwości wystąpienia efektów drugiej rundy: *„Rosnąca inflacja wzmaga presję płacową”* oraz nie wykluczył podwyżki stóp w lutym.

*Wypowiedzi członków Rady wskazują, że w RPP powstała doraźna większość do szybkiej, być może planowanej na luty podwyżki stóp*

To kolejna, po wypowiedziach Filara, Wojtyny i Wasilewskiej-Trenkner bardzo jastrzębia wypowiedź członka RPP – tym razem jest to jednak przedstawiciel charakteryzowany do tej pory przez gołębie poglądy. **Wszystkie te wypowiedzi wydają się mieć na tyle podobny charakter, że nie wykluczamy iż były one w pewien sposób koordynowane, lub też są wypadkową dyskusji w RPP. Oznaczać to może, że w Radzie powstała doraźna większość do szybkiej, być może planowanej na luty podwyżki stóp.** Jak już pisaliśmy projekcja inflacyjna (której szczegóły poznamy zaraz po posiedzeniu Rady) będzie miała neutralny wpływ na decyzję.

## „Minutes” Fed – niższy wzrost w 2008 roku, inflacja w przedziale comfort zone dopiero w 2009 roku

Z opisu styczniowego posiedzenia Fed nie dowiedzieliśmy się *explicite*, co tak naprawdę skłoniło głosujących do obniżki stopy procentowej aż o 125 punktów bazowych (największy ruch od czasów sterowania opartego na stopie Fed Funds). Niemniej jednak **głównym hamulcowym gospodarki pozostaje sektor nieruchomości** (wsparty obawami członków, że spadki notowań akcji mogą pogłębić ograniczenie wydatków konsumentów – argumentacja pasuje do decyzji podjętej na dodatkowym, zwykle niedecyzyjnym, posiedzeniu) **oraz zacieśnienie standardów kredytowych dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw.**

Wraz z „Minutes” opublikowany został kwartalny zestaw prognoz zmiennych istotnych z punktu widzenia celów Fed – stabilności zatrudnienia i cen. Centralna ścieżka wzrostu PKB (powstała po usunięciu 3 skrajnie optymistycznych i skrajnie pesymistycznych prognoz) została obniżona do 1,3-2,0% w 2008 roku 2,1%-2,7% w 2009 i 2,5-3,0% w 2010 roku. Odpowiednio do prognoz wzrostu została także przedstawiona stopa bezrobocia. Inflacja PCE w ujęciu bazowym utrzymuje się w przedziale 2,0-2,2% w 2008 roku a następnie spada do 1,7%-2,0% w 2009 i 2010 roku. Wprawdzie ryzyka dla prognozy tempa wzrostu cen zostały ocenione jako zbilansowane, to niektórzy członkowie cytowali dodatnie zagrożenia dla poziomu inflacji bazowej. **Wydaje się jednak (o czym świadczyły choćby komunikaty po posiedzeniach), że podczas podejmowania decyzji wiara w zależność niższy wzrost gospodarczy–niższa inflacja była przeważająca.**

Opublikowane wczoraj dane z rynku nieruchomości potwierdziły obawy zawarte w „Minutes” – należy je określić jako wciąż bardzo słabe. Niepokojące wydały się również odczyty inflacji CPI. W styczniu 2008 roku doznała ona przyspieszenia do 4,3% r/r (z 4,2% w grudniu), natomiast miara bazowa podniosła się do 2,5% r/r (z wcześniej odnotowanych 2,4%); wyższe od prognoz okazały się także prognozy w ujęciu miesięcznym prezentowane z poprawką sezonową. **Uporczywa inflacja może stać się powodem nagłego zwrotu w polityce pieniężnej (o czym pisaliśmy wcześniej i co znalazło wyraz w publikowanym sprawozdaniu z posiedzenia). Uważamy jednak, że do czasu publikacji kwietniowej porcji prognoz scenariuszem bazowym pozostaje kolejna obniżka o 50 pb., do której dojdzie na posiedzeniu 18. marca.**

### Posiedzenie RPP, 27. lutego

Decyzja RPP	Prawdopodobieństwo decyzji (wyliczone według krzywej OIS*)
Podwyżka o 25 bps	100%
Stopy bez zmian	0%
Obniżka o 25 bps	0%

\* OIS – Overnight Index Swap

## Rynek walutowy

Fixing NBP	
EUR/PLN	USD/PLN
3,5838	2,4342

EUR/USD 1,4730 EUR/JPY 159,30 EUR/PLN 3,5740 USD/PLN 2,4260

Wzmocnienie dolara okazało się tylko chwilowe (wsparte polowaniem na zlecenia stop-loss na relacji EUR/USD), po zaliczeniu poziomu 1,4625/30 nastąpiła realizacja zysków i już podczas sesji nowojorskiej EUR/USD ponownie przełamał poziomy oporu 1,4670/1,4700. Słabe dane z gospodarki amerykańskiej (głównie rynek nieruchomości) i zapis dyskusji z ostatnich posiedzeń Fedu przekonały inwestorów, że FED będzie kontynuował politykę cięcia stóp proc. nawet przy utrzymującej się podwyższonej inflacji.

Poranna wyprzedaż złotego (oraz pozostałych walut regionu) okazała się również krótkotrwała, powyżej poziomu 3,5850 EU/PLN realizacja zysków oraz zlecenia eksporterów wzięły górę.. decydując o umocnieniu złotego pod koniec sesji (3,5720/40). Oczekiwania na podwyżki stóp, przy zmianie retoryki RPP, dodatkowo wspierają trend wzrostowy PLN. Pierwszym silnym poziomem wparcia (i celem bezpośrednim) EUR/PLN jest 3,5600/3,5550.

## Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

Polowanie na s/l pozwoliło dolarowi osiągnąć 1,4625.. silne odbicie euro (w ślad za EUR/JPY) oraz ponowne przełamanie poziomów oporu 1,4670/1,4700 przywraca trend wzrostowy EUR/USD – prawdopodobny wydaje się test 1,4730/50 (ewent. 1,4780/00).

wsparcie	opór
1,4700	1,4800
1,4660	1,4780
1,4625	1,4750

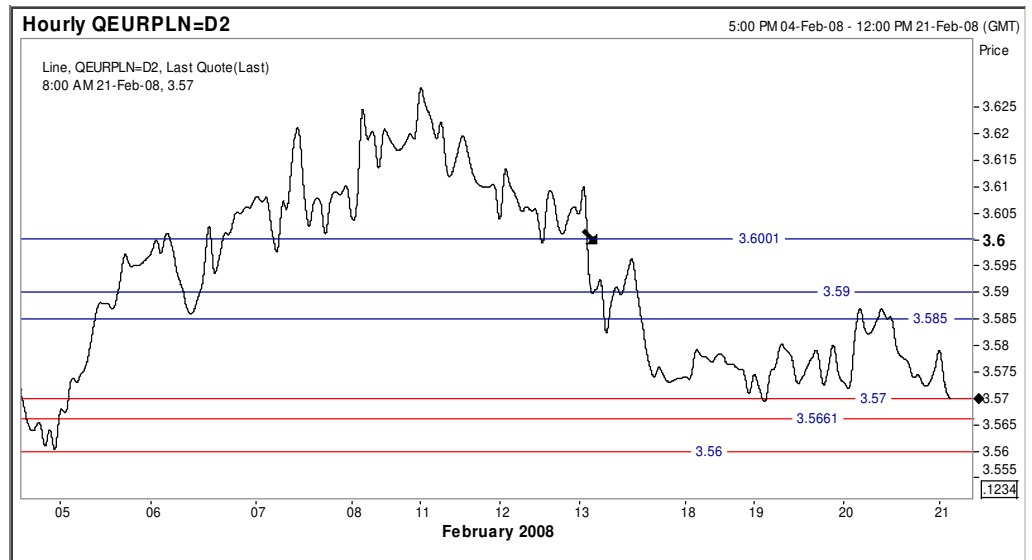


Źródło: Reuter

## Krótkoterminowe prognozy, Złoty

Oslabienie złotego powstrzymane na poziomie oporu 3,5880/00 EUR/PLN.. wraz z poprawą nastrojów na giełdach oraz wzrostem popytu na „carry” złoty powraca do trendu wzrostowego. Możliwy wydaje się test poziomów wsparcia 3,5660/3,5600 (pierwszym poziomem oporu jest obecnie 3,5825/50).

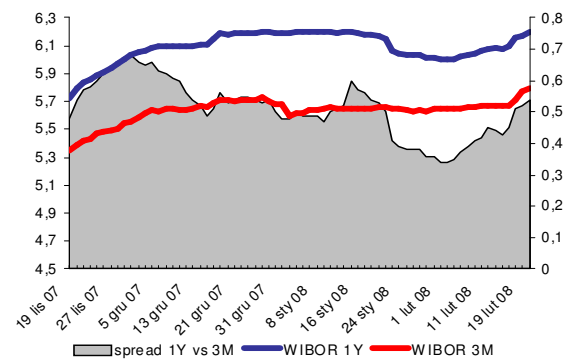
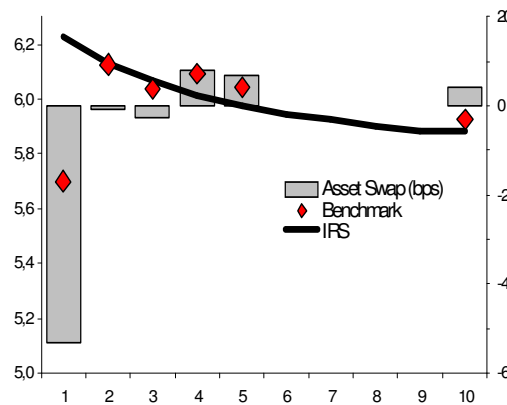
wsparcie	opór
3,5700	3,6000
3,5660	3,5900
3,5600	3,5850



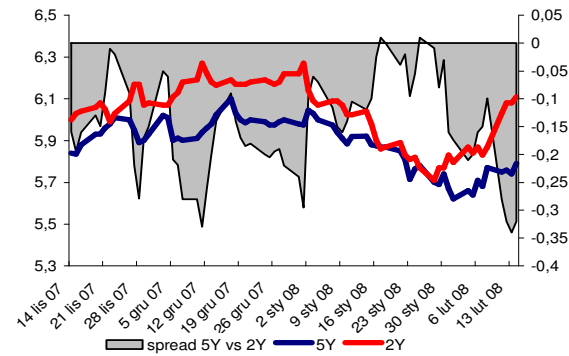
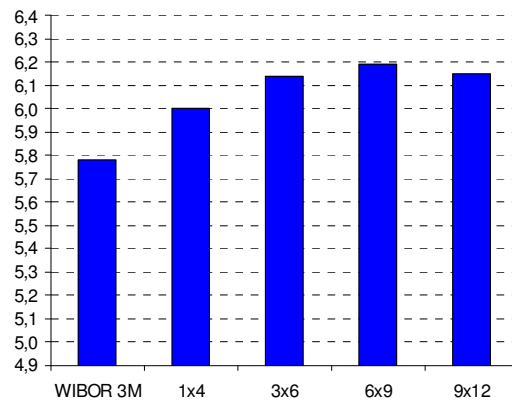
Źródło: Reuters

## Rynek stopy procentowej, Złoty

IRS	BID	ASK
1Y	6,21	6,25
2Y	6,11	6,15
3Y	6,05	6,08
4Y	5,99	6,03
5Y	5,95	6,00
6Y	5,92	5,97
7Y	5,90	5,95
8Y	5,88	5,93
9Y	5,86	5,91
10Y	5,86	5,91



depo	BID	ASK
ON	5,20	5,40
1M	5,40	5,60
3M	5,68	5,78
FRA	BID	ASK
1x2	5,73	5,78
1x4	5,96	6,00
3x6	6,09	6,14
6x9	6,14	6,19
9x12	6,10	6,15



KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSENSUS	POPRIEDNIO
POL	14:00	„Minutes” RPP	styczeń	-	-	-
USA	14:30	Nowo zarejestrowani bezrobotni	tydz. do 16.02	-	-	-

### UWAGA!

NINIEJSZE OPRACOWANIE STANOWI WYRAZ NAJLEPSZEJ WIEDZY AUTORÓW POPARTEJ INFORMACJAMI Z KOMPETENTNYCH RYNKOWYCH ŹRÓDEŁ, JEDNAKŻE NIE MOŻEMY GWARANTOWAĆ ICH PEŁNEJ WIARYGODNOŚCI I KOMPLETNOŚCI. WSZELKIE OCENY ZAWARTE W NINIEJSZYM DOKUMENCIE WYRAŻAJĄ NASZE OPINIE W DNIU WYDANIA RAPORTU I MOGĄ BYĆ ZMIENIONE PRZEZ AUTORÓW BEZ UPRIEDZIEGO POWIADOMIENIA. INFORMACJE, NA KTÓRE POWOŁUJĄ SIĘ W NINIEJSZYM OPRACOWANIU AUTORZY NIEKONIECZNIE POZOSTAJĄ W ZGODZIE Z OPINIAMI BRE BANKU. KWOTOWANIA WSKAZANE W OPRACOWANIU SĄ ŚREDNIMI POZIOMAMI ZAMKNIĘCIA RYNKU MIĘDZYBANKOWEGO Z DNIA POPRZEDNIEGO I MAJĄ CHARAKTER WYŁĄCZNIE INFORMACYJNY. NIE SĄ ZATEM PORADĄ, REKOMENDACJĄ, OFERTĄ DOTYCZĄCĄ KUPNA LUB SPRZEDAŻY INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH I NIE NALEŻY ICH TAK TRAKTOWAĆ. PROGNOZY WSKAZANE W NINIEJSZYM DOKUMENCIE NIE GWARANTUJĄ OSIĄGNIĘCIA ZYSKÓW PRZEZ INWESTORA DZIAŁAJĄCEGO NA ICH PODSTAWIE. AUTORZY OŚWIADCZAJĄ, ŻE INWESTOR NIE POWINIEN DZIAŁAĆ WYŁĄCZNIE NA PODSTAWIE NINIEJSZEGO OPRACOWANIA, BEZ ZASIĘGNIĘCIA NIEZALEŻNEJ PROFESJONALNEJ PORADY INWESTYCYJNEJ. JAKAKOLWIEK ODPOWIEDZIALNOŚĆ BRE BANKU SA, JEGO ZARZĄDU, PRACOWNIKÓW, WSPÓŁPRACOWNIKÓW, KOOPERANTÓW, AGENTÓW Z TYTUŁU PODJĘCIA PRZEZ JAKAKOLWIEK OSOBĘ DZIAŁAŃ LUB ZANIECHAŃ W ZWIĄZKU Z NINIEJSZYM OPRACOWANIEM JEST WYŁĄCZONA. DYSTRYBUCJA LUB PRZEDRUK CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI OPRACOWANIA MOŻLIWA JEST ZA UPRIEDZIĄ PISEMNIĄ ZGODĄ AUTORÓW.